

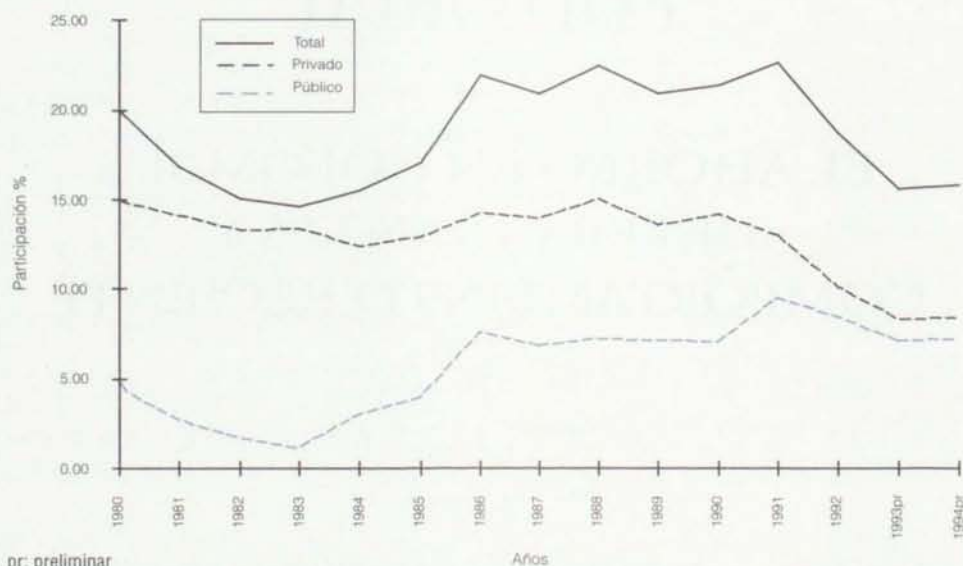
NOTA EDITORIAL

EL AHORRO EN COLOMBIA: DETERMINANTES Y COMPORTAMIENTO RECIENTE

La tasa de ahorro de Colombia cayó desde 21,3% del PIB en 1990 hasta 15,0% en 1994. Este comportamiento estuvo asociado al ahorro privado, cuyas tasas pasaron de 14,1% del PIB en 1990 a un estimado de 6,2% en 1994. El ahorro público, por su parte, subió de 7,2% del PIB en 1990 a 8,8% en el último año (Gráfico 1). Las bajas tasas de ahorro de Colombia, características incluso del período anterior a 1990, son preocupantes porque pueden conducir a menores tasas de crecimiento y crear un insostenible déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Además, en la medida en que la caída del ahorro doméstico ha estado acompañada de un incremento del endeudamiento del sector privado con el sistema financiero colombiano, éste podría hacerse vulnerable si se reduce el crecimiento de las fuentes de financiación de la cartera ante una eventual disminución de los flujos de capital¹.

Por otro lado, la experiencia de los principales países industrializados en la década del ochenta llama la atención sobre los períodos de prolongado endeudamiento del sector privado y de caída en el ahorro. Tal como lo anotó Mervyn King², aquellos países en donde la deuda privada se incrementó considerablemente durante varios años fueron los que atravesaron por las más agudas recesiones en los períodos subsiguientes, experimentando una fuerte caída del producto con respecto a su tendencia de largo plazo³. Así, las lecciones de estos países podrían alertarnos sobre las posibles consecuencias del endeudamiento privado registrado en los últimos años en Colombia.

Gráfico 1
Tasas de ahorro en Colombia
% del PIB



pr: preliminar

Fuente: DANE y DNP

Dadas las importantes implicaciones que tienen los bajos niveles de ahorro de Colombia, y su tendencia decreciente motivada por la expansión del consumo y el crédito, la presente Nota se concentra en los determinantes del ahorro y las posibles formas de incrementarlo. Especial énfasis se hará en el ahorro privado, ya que éste ha presentado la caída más notoria y registra los niveles más bajos cuando se lo compara con otros países. La Nota Editorial está dividida en tres partes. En la primera, se presenta un breve resumen de la literatura que ha estudiado la relación entre ahorro y crecimiento. Tal como se verá, este es un tema más complejo de lo que parece a primera vista, y uno sobre el cual no hay consenso entre los académicos. La segunda parte analiza los principales factores que pueden haber ocasionado la disminución del ahorro privado colombiano en los últimos años y sugiere posibles mecanismos para elevarlo y en la tercera, se presentan las conclusiones.

I. AHORRO Y CRECIMIENTO ECONOMICO

Es frecuente escuchar que mientras mayor sea el ahorro más elevada será la tasa de crecimiento económico. Al fin y al cabo, si la acumulación de capital es un factor determinante del crecimiento de la economía, y la

movilidad de capitales es imperfecta, bajas tasas de ahorro doméstico frenarán la inversión y el crecimiento. La experiencia de los países del sureste asiático parecería sustentar esta hipótesis, ya que sus elevadas tasas de crecimiento han sido asociadas con las altas tasas de ahorro. A su vez, el desempeño mediocre de las economías latinoamericanas podría estar relacionado con las bajas tasas de ahorro de estos países. Los gráficos 2 y 3 muestran las diferencias de las tasas de ahorro entre 1980 y 1994 de algunos países del este asiático y de América Latina, respectivamente.

No obstante, la teoría y la evidencia empírica están lejos de justificar la existencia de una relación positiva en donde la causalidad vaya de ahorro a crecimiento. A continuación se presenta un resumen de las diferentes teorías de crecimiento y ahorro, haciendo énfasis en sus implicaciones y en su validez empírica.

A. Los modelos de crecimiento

En los primeros modelos de crecimiento (i.e. keynesianos y Harrod-Domar), la tasa de ahorro se ajusta automáticamente a la inversión, que es el mecanismo mediante el cual es posible alcanzar mayores tasas de crecimiento. Por el contrario, en el modelo neoclásico de Solow, y dado un nivel inicial de capital y de producto, la elevación de la tasa de ahorro

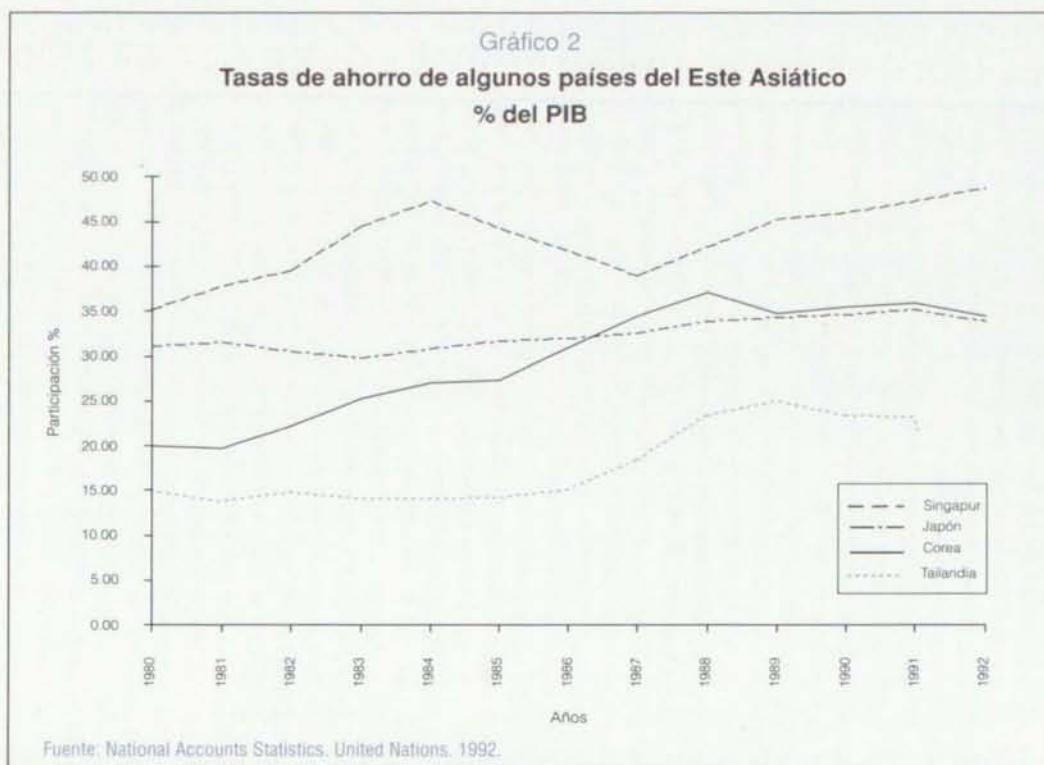
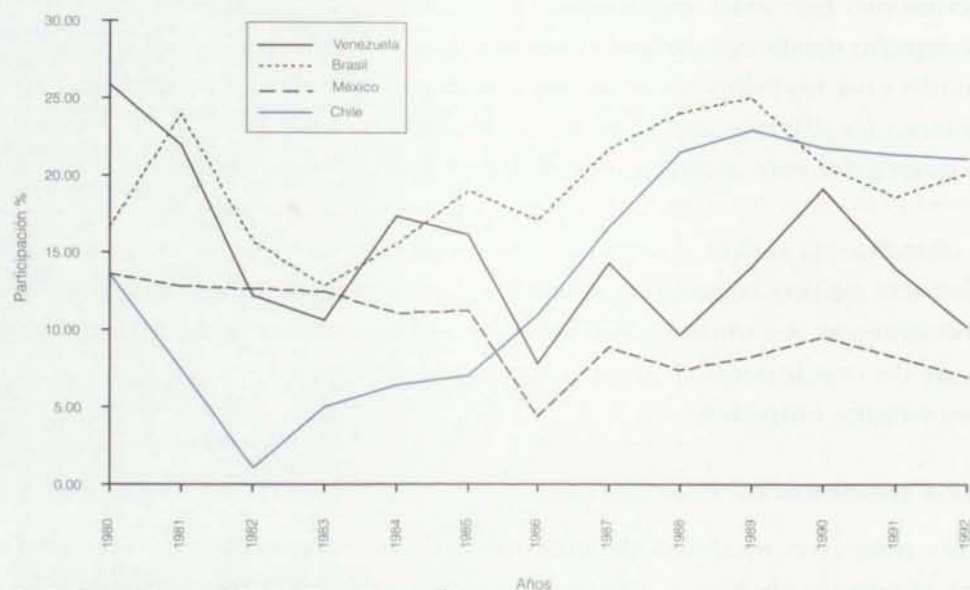


Gráfico 3
Tasas de ahorro de algunos países de América Latina
% del PIB



Fuente: National Accounts Statistics, United Nations, 1992.

conduce a una mayor acumulación de capital y, por lo tanto, al mayor crecimiento del producto. No obstante, el efecto del ahorro sobre el crecimiento es de corta duración ya que este modelo supone retornos del capital decrecientes. De esta manera, el modelo implica que en equilibrio, y si los países tienen una misma tecnología, es irrelevante la existencia de diferentes tasas de ahorro; estas diferencias no impiden que la tasa de crecimiento per cápita sea idéntica en los distintos países.

La visión tradicional de que las mayores tasas de ahorro son necesarias para lograr un mayor crecimiento fue revivida por trabajos recientes. Esta conclusión puede obtenerse sin necesidad de abandonar el modelo de Solow, asumiendo simplemente que el capital utilizado en la función de producción tiene retornos constantes o crecientes⁴. En particular, la literatura reciente ha hecho énfasis en la importancia de incorporar en la función de producción la formación de capital humano. Así, como lo muestran los trabajos de Lucas y Romer, la tasa de crecimiento de una economía se puede incrementar permanentemente si se pospone el consumo con el objeto de incrementar el capital físico y humano.

De esta manera, el desarrollo reciente de los modelos teóricos de crecimiento coincide en considerar el ahorro como elemento indispensable

para lograr mayores tasas de crecimiento. A nivel empírico, los estudios también muestran que aquellos países con mayores tasas de ahorro y mejor formación de capital humano son los que tienen más elevadas tasas de crecimiento. Sin embargo, esta evidencia no explica las tasas de ahorro ni está en capacidad de determinar si el sentido de la causalidad va de crecimiento a ahorro. Más aún, es importante mencionar que diversos estudios han mostrado empíricamente que existe una relación positiva que va desde el crecimiento hacia el ahorro⁵. No obstante, estos hallazgos no explican cuál sería el proceso generador del crecimiento que no es causado por el ahorro y la inversión.

B. Los modelos de ahorro tradicionales

Las teorías tradicionales que buscan encontrar los determinantes del ahorro son las del ingreso permanente, la del ciclo de vida y el modelo clásico de crecimiento y ahorro.

La teoría del ingreso permanente ha sido utilizada para estudiar las fluctuaciones macroeconómicas y la relación dinámica de corto plazo entre el consumo, el ahorro y el ingreso. A pesar de ello, esta teoría también tiene implicaciones de largo plazo para la relación entre ahorro y crecimiento. En efecto, de acuerdo con esta teoría los agentes económicos ahorran para "los días de lluvia". Así, si los agentes esperan que su ingreso futuro aumente (caiga), disminuirán (aumentarán) su ahorro presente⁶. De esta manera, es evidente que la hipótesis del ingreso permanente no es una posible candidata para explicar la correlación positiva entre ahorro y crecimiento. Además, la validez empírica de la teoría del ingreso permanente ha sido rechazada y se ha sugerido que ello puede ser la consecuencia de la presencia de restricciones de liquidez.

La teoría del ciclo de vida liga más íntimamente al ahorro con el crecimiento y establece una relación positiva entre las dos variables. Según esta teoría, el ahorro de los individuos aumenta desde el momento en que empiezan a trabajar y, después de alcanzar un máximo en los años de mayor ingreso, decae para financiar la época de retiro. Así, el ahorro privado total será positivo si: i) existe crecimiento de la población, ya que esto garantiza que haya más ahorradores que personas en edad de retiro, y ii) aumenta la productividad, lo cual conduce a que los jóvenes sean más ricos que los viejos y, por ende, a que los jóvenes ahorren más de lo que los viejos desahorran (siempre y cuando la tasa de ahorro de los jóvenes sea la misma a la que ahorraron los viejos cuando fueron jóvenes). Este último punto es importante pues indica que la hipótesis del ciclo de

vida podría, en principio, explicar los resultados de una relación positiva bajo la cual la causalidad va de crecimiento a ahorro. Adicionalmente, se podría postular que al crecer la economía, crece la expectativa de vida, y esto hace crecer el ahorro para futuras pensiones. A un alto nivel de ingresos *per-cápita* ya no se esperan aumentos en la expectativa de vida, y esto llevaría a reducciones en el ahorro de sociedades económicamente maduras. Infortunadamente, los ejercicios empíricos no han confirmado la validez de la teoría⁷. Al igual que con el ingreso permanente, la existencia de restricciones de liquidez podría ser la explicación de este rechazo, ya que impide que los jóvenes puedan endeudarse de acuerdo con sus ingresos futuros.

Finalmente, es interesante rescatar el modelo tradicional de Lewis⁸ ya que está en capacidad de explicar por qué el crecimiento conduce al ahorro. En este modelo los empresarios capitalistas ahorran sus ingresos dado su interés por acumular y las clases trabajadoras gastan el ingreso que reciben. Así, en la medida en que los empresarios capitalistas expandan sus actividades y ganen participación en una economía creciente, las tasas de ahorro se elevarán. A pesar del alto potencial que podría tener este tipo de modelos para entender la relación entre ahorro y crecimiento, la literatura les ha dedicado poca atención y no existen estudios empíricos rigurosos que los hayan puesto a prueba.

C. Los modelos de ahorro recientes

En los últimos años, y ante el rechazo empírico sufrido por la teoría del ingreso permanente y la del ciclo de vida, los investigadores han buscado explicar los determinantes del ahorro atribuyéndole un comportamiento cauteloso a los agentes e incorporando los efectos de las restricciones de liquidez.

En los modelos con ahorro por motivo precaución, los agentes no tienen certeza sobre su ingreso futuro. En estas circunstancias, el ahorro surge gracias a que los individuos buscan asegurarse contra los tiempos difíciles, ya que así pueden evitar una situación en la cual los ahorros escasos implicarían un nivel de consumo inaceptablemente bajo. En esta forma, estos modelos predicen que mientras más prudentes sean los consumidores y más inciertos sus ingresos, mayor será el nivel de ahorro. Las implicaciones de estos modelos para la relación ahorro-crecimiento son claras. En particular, sería posible encontrar economías pobres, dependientes de productos básicos y con ingresos muy inciertos, con tasas de ahorro elevadas gracias a un comportamiento bastante cauteloso. En el

nivel empírico, sin embargo, estos modelos están apenas empezando a ser analizados y tienen una virtud que puede llegar a ser un problema: dependiendo de las preferencias de los consumidores, generan predicciones muy diferentes. Así, por ejemplo, si los ahorros por motivo precaución son muy pequeños, sus implicaciones serían semejantes a la de la teoría del ingreso permanente.

Un gran número de investigadores ha dedicado sus esfuerzos a entender las consecuencias de incorporar explícitamente la existencia de restricciones de liquidez. En algunos de estos modelos, y dada la dificultad que tienen varios individuos para endeudarse, los activos son vistos por los consumidores como una protección contra períodos de bajos ingresos. El ahorro que surge de estos modelos es difícil de distinguir de aquel que se genera por motivo precaución. Al fin y al cabo, si no se tiene acceso al crédito, el consumidor que experimenta problemas terminará por realizar ahorros precautelativos, y los individuos muy cautelosos, y con posibilidad de endeudarse, preferirán no hacerlo si atraviesan por una mala coyuntura dado el temor a pagar la deuda cuando las cosas se pongan peores. De esta manera, los modelos de restricciones de liquidez que inducen la existencia de un ahorro semejante al precautelativo, implican una relación bastante laxa entre crecimiento y ahorro.

Existen otros modelos en los cuales las restricciones de liquidez se refieren al mercado de la vivienda. Dado que la vivienda es el activo más valioso de muchos individuos, su financiación tiene consecuencias importantes sobre el ahorro. Si comprar una casa o un apartamento se hace difícil por la existencia de restricciones tales como una cuota inicial elevada, los individuos se verán obligados a incrementar sus ahorros para poder comprar su vivienda. Al incorporar este tipo de ahorro a la teoría del ciclo de vida, es de esperar que se reduzca la edad promedio de los ahorradores ya que la adquisición de vivienda es realizada generalmente por los jóvenes. De esta manera, aumentará la diferencia entre la edad promedio de los que ahorran y desahorran, lo cual, de acuerdo con la teoría del ciclo de vida, incrementará los efectos del crecimiento sobre el ahorro.

Esta sección hace evidente que el desarrollo reciente de los modelos de crecimiento considera el ahorro como elemento indispensable de mayores tasas de crecimiento. Sin embargo, los modelos de ahorro no han llegado a una conclusión definitiva acerca de la relación crecimiento-ahorro. Algunos de ellos predicen una relación negativa entre las dos variables; otros concluyen que la relación de causalidad va desde crecimiento a aho-

rrero y otros consideran factible que países pobres posean tasas de ahorro elevadas. De esta manera, con base en algunas teorías del ahorro, podríamos concluir que las bajas tasas de ahorro de Colombia observadas en los últimos años no necesariamente deberían conducir a unas menores tasas de crecimiento. Incluso, podría darse el caso de que las reformas estructurales realizadas a principios de la actual década hubieran colocado al país en una senda de crecimiento más elevada, la cual debería traer consigo mayores tasas de ahorro en el futuro y originar un círculo virtuoso de crecimiento y ahorro.

II. EL AHORRO EN COLOMBIA: CAUSAS DE SU CAIDA Y MECANISMOS PARA INCREMENTARLO

La incertidumbre acerca de la relación crecimiento-ahorro no debería ser motivo para ignorar el reciente comportamiento del ahorro en Colombia y los mecanismos para incrementarlo. La experiencia de diversos países industrializados a finales de la década del ochenta nos muestra que los períodos de caída en el ahorro, acompañados de elevadas tasas de endeudamiento, pueden ser la señal de recesiones futuras. Asimismo, las bajas tasas de ahorro podrían hacer vulnerable el sector financiero ante una eventual disminución de los flujos de capital. Además, a pesar de nuestra ignorancia de las causas que ocasionaron la reciente caída del ahorro privado, sería miope no preocuparse por este descenso. Al fin y al cabo, esta misma ignorancia nos impide tener certeza sobre qué tan sostenible es el déficit en cuenta corriente y la actual senda de crecimiento.

Tal como veremos a continuación, son diversos los factores que potencialmente podrían explicar la reducción en la tasa de ahorro doméstico en los últimos cuatro años. En particular, cabe destacar la disminución de las restricciones de liquidez, la inflación de activos y el aumento del gasto público. En este sentido, la recuperación de la tasa de ahorro interno dependerá en gran medida de la política fiscal y monetaria y de la facilidad que tengan los agentes para acceder al crédito.

A. La relajación de las restricciones de liquidez

Las Notas Editoriales de octubre de 1994 realizaron un análisis de las causas y consecuencias de la relajación de las restricciones de liquidez. En dichas notas se indicó que la caída del ahorro en la primera mitad de los noventa podría estar explicada por la mayor facilidad que tuvieron los colombianos para endeudarse. En efecto, en la medida que el consumo

corriente dejó de depender tanto del ingreso corriente, y dadas las expectativas de un mayor ingreso futuro, la disminución de las restricciones de liquidez pudo conducir a una caída en las tasas de ahorro. La validez de esta hipótesis es de crucial importancia. Al fin y al cabo, esto implicaría que el descenso en las tasas de ahorro fue la consecuencia de una decisión de los agentes de transferir recursos desde el futuro hacia el presente, en vista de que esperaban mayores ingresos futuros. Si este fuera el caso, el actual déficit en la cuenta corriente no debería ser visto con preocupación ya que estaría reflejando un mayor endeudamiento de Colombia a costa de sus ingresos futuros o la desacumulación de activos previamente adquiridos.

Fueron diversos los factores que se señalaron como causas de la relajación de las restricciones de liquidez. Algunos factores externos estimularon el flujo de capitales hacia América Latina. Entre ellos se destacan la caída en las tasas de interés de corto plazo de los Estados Unidos, la recesión de dicho país y la modificación en la regulación en los mercados de capitales de los países industrializados en 1990. Adicionalmente, existieron factores internos que condujeron a disminuir las restricciones de liquidez. En particular, cabe destacar el incremento de la oferta monetaria, originado en el intento inicial de devaluación real para consolidar el proceso de apertura, y las reformas a la legislación laboral, a los regímenes cambiario y de comercio exterior y a la liberación del sector financiero. Si los factores externos de relajación de las restricciones de liquidez fueron temporales, como las bajas tasas de interés y la recesión en los Estados Unidos, entonces se espera que los flujos de recursos externos se revertan, y esto reforzaría un descenso en la demanda agregada y menos crecimiento. Una política monetaria más estricta también restringiría la liquidez. Estos fenómenos llevarían a un aumento futuro en el ahorro, y una disminución en el déficit de cuenta corriente.

B. La inflación de activos

El descenso de la tasa de ahorro y el aumento del consumo también podrían estar explicados por el incremento reciente de la relación activos (físicos y financieros) - ingreso. En los primeros años de la década del noventa el precio de las acciones y de la vivienda residencial registró un ascenso considerable, muy probablemente estimulado por la política monetaria que buscó detener la entrada de capitales mediante la reducción de las tasas de interés internas. Este estímulo al aumento del consumo y a la caída del ahorro debe haberse visto reforzado por la liberación financiera. En efecto, en la medida en que los hogares vieron incrementada

su riqueza física, se les facilitó la financiación de su consumo a través de créditos en el mercado hipotecario.

La validez de esta hipótesis, y la posibilidad de que los precios de la vivienda hayan sido el resultado de una burbuja especulativa podría implicar que los actuales niveles de consumo y el desequilibrio de la balanza de pagos son insostenibles. No obstante, en la actualidad no existe claridad sobre las razones que han conducido a la caída del ahorro y existe incertidumbre sobre qué tan sostenible es el déficit en la cuenta corriente. Una respuesta a este interrogante es una tarea inaplazable para los investigadores colombianos.

C. El comportamiento del ahorro público

El ahorro público se elevó de 7,2% del PIB en 1990 a 8,8% del PIB en 1994. De acuerdo con la literatura económica, este comportamiento pudo haber inducido la disminución del ahorro privado. Además, es importante tener en cuenta que en el mismo período el gasto público registró un aumento sin precedentes. De esta manera, la generación de ahorro público ocurrió gracias al incremento de los impuestos, lo cual pudo haber acentuado aún más la caída del ahorro privado. En las Notas Editoriales de octubre de 1994 se mencionó que un trabajo de Corbo y Schmidt-Hebbel estima que el ahorro privado puede caer entre 16 y 50 centavos si el ahorro público aumenta \$1 a raíz de un recorte en el gasto; mientras tanto, si dicho aumento se produce como consecuencia de incrementos en los impuestos, la caída del gasto privado puede estar entre 48 y 65 centavos.

D. Posibles mecanismos para incrementar el ahorro doméstico

De la discusión realizada hasta el momento se podría concluir que el ahorro doméstico total se podría incrementar a través de un mayor crecimiento económico, una acertada política fiscal, una estricta política monetaria y restringiéndole a los hogares el acceso al crédito. La política fiscal debería empezar por generar un mayor ahorro público mediante el recorte de los gastos y un esquema impositivo que desestime el consumo con relación al ahorro.

La política de fortalecimiento de las restricciones de liquidez a los hogares merece especial cautela, ya que está en abierta contradicción con las recomendaciones de la literatura sobre represión financiera, según la cual la liberación financiera trae consigo mayor ahorro y crecimiento. Sin embargo, la evidencia internacional parece sugerir que las restricciones crediticias a los hogares tienen efectos positivos sobre el ahorro y el crecimiento.

Jappelli y Pagano muestran que en los países de la OECD la liberación financiera en los mercados de crédito e hipotecas para los consumidores trajo consigo una disminución en sus tasas de ahorro y crecimiento⁹. Además, si el ahorro impulsa un mayor crecimiento, las restricciones financieras podrían terminar por dar origen a un ciclo virtuoso de crecimiento y ahorro conduciendo a la economía desde una situación con baja tasa de ahorro y poco crecimiento a una con altas tasas de ahorro y crecimiento.

Finalmente, es importante destacar que los fondos de pensiones privados han sido sugeridos en los últimos años como un mecanismo adicional para incrementar el ahorro nacional. No obstante, y a pesar de las enormes virtudes que tienen estos fondos y de la estabilidad que le pueden otorgar al ahorro doméstico, ellos no necesariamente garantizan el incremento de dicho agregado. Por un lado, dado que las contribuciones a los fondos privados traen consigo exenciones tributarias, el ahorro en estos fondos reducirá el público. Por su parte, los efectos de los fondos de pensión sobre el ahorro privado son menos claros. El ahorro privado permanecerá constante si: i) los ingresos de los fondos se constituyen con recursos que los individuos tomaron prestado o con la transferencia de activos; ii) las contribuciones a los fondos se realizan con ahorros del presente período que habrían sido realizados incluso si no existieran los fondos. Pero el ahorro privado aumentará si las contribuciones a los fondos se realizan con recursos que habrían sido consumidos. En esta forma, los fondos de pensión aumentarán el ahorro privado dependiendo de la fuente de sus ingresos, lo cual dependerá del grado de sustitución que tengan los ahorros realizados en los fondos de pensión con otras formas de ahorro.

III. CONCLUSIONES

Los últimos años se han caracterizado por un descenso en las tasas de ahorro doméstico. La política monetaria y la fiscal pueden ser, en parte, responsables de este comportamiento. La primera, al estimular una caída de las tasas de interés y defender la tasa de cambio, pudo traer consigo una disminución de las restricciones de liquidez y estimular la inflación de activos. A su vez, la política fiscal contribuyó a acentuar la caída del ahorro privado al generar ahorro público mediante un aumento de los impuestos y no mediante una reducción de los gastos.

La caída en el ahorro doméstico observada durante esta década ha estado acompañada de incrementos en el consumo y en la inversión, lo cual se reflejó en un aumento del déficit en cuenta corriente financiado con aho-

ro externo. Así, este último se ha convertido en el motor del crecimiento económico. Bajo estas circunstancias, una tarea inaplazable para los investigadores colombianos es averiguar el origen de la caída del ahorro doméstico. Sólo así se podrá tener certeza sobre qué tan sostenible es el déficit en cuenta corriente y la actual senda de crecimiento. Tal como se vio en esta Nota Editorial, si el ahorro privado cayó como consecuencia de expectativas de mayores ingresos futuros y de una disminución de las restricciones de liquidez, el actual déficit en cuenta corriente no debería ser motivo de preocupación. No obstante, la preocupación sería válida si la principal razón de la caída del ahorro se originó en la inflación de activos y en un comportamiento irracional del mercado de vivienda.

Los investigadores que busquen encontrar los determinantes del ahorro en Colombia y su reciente evolución tendrán a su cargo una labor difícil dada la debilidad de las bases estadísticas y la ausencia de información microeconómica. El proyecto de trimestralización del PIB promovido por el Banco de la República y el DANE es un primer paso para que en un futuro se puedan realizar estudios de ahorro más rigurosos. Es importante empezar a construir cifras más confiables de activos físicos, realizar esfuerzos por llevar a cabo más periódicamente la encuesta de ingresos y gastos, presentar sus resultados más oportunamente y diseñar encuestas de panel. Esta es una labor que en parte puede efectuar el Banco de la República, pero en la cual el DANE debe jugar un papel principal, y de cuya ejecución depende que en un futuro se puedan realizar estudios acerca de los determinantes del ahorro en Colombia.

Miguel Urrutia Montoya
Gerente General

Esta Nota Editorial se elaboró con la colaboración del doctor Alejandro López Mejía.

NOTAS

- ¹ En este sentido, es interesante recordar que el buen desempeño del sistema financiero colombiano en la crisis de los años treinta pudo estar asociado con el hecho de que el sector privado mantuvo unas tasas de ahorro estables en el período anterior a la crisis. Véase López, A. y J. Téllez (1995), "Una Historia de los Años Veinte para los Noventa", Revista del Banco de la República, Febrero.
- ² King, M. (1994), "Debt Deflation: Theory and Evidence", *European Economic Review*, 38, 419-445.
- ³ Esto se debe a que la deuda puede transformarse en un mecanismo que convierte choques pequeños en grandes fluctuaciones de la demanda agregada y el producto. En efecto, la existencia de un choque inicial puede producir una espiral recesiva que sólo se frena cuando el incremento del gasto de los acreedores compensa el estímulo que tienen los deudores para reducir sus deudas mediante una disminución del consumo y la inversión.
- ⁴ Véase, entre otros, Romer, P. (1986), "Increasing Returns and Long-Run Growth", *Journal of Political Economy*, 95, 1002-1037; Rebelo, S. (1991), "Long Run Policy Analysis and Long-Run Growth", *Journal of Political Economy*, 99, 500-521.
- ⁵ Gerzovitz, M. (1988), "Saving and Development", en H. Chenery y T. N. Srinivasan, eds, *Handbook of Development Economics*, Vol. 1, Amsterdam: Elsevier; Carroll, C. y D. Weil (1993), "Saving and Growth: A Reinterpretation", NBER Working Paper, No. 4470.
- ⁶ Nótese que esta consecuencia es equivalente a decir que, según la hipótesis del ingreso permanente, el consumo está más relacionado con el ingreso futuro que con el ingreso corriente. En efecto, si un agente disminuye su ahorro porque espera que su ingreso aumentará en el futuro es porque su consumo tiende a ser mayor que el ingreso corriente cuando este es bajo y con expectativas de aumentar. A su vez, si el individuo aumenta su ahorro es porque el consumo tiende a ser menor que el ingreso corriente y espera que éste descienda en el futuro.
- ⁷ Con ciertas hipótesis demográficas razonables, una simulación del ahorro de una población puede dar niveles de ahorro similares a los observados. Véase de todos modos, hay que tener en cuenta otros motivos para el ahorro, como el deseo de dejarle algo a los hijos, el motivo precaución, etc.
- ⁸ Lewis, A. (1954), "Economic Development with Unlimited Supplies of Labor", *Manchester School*, 22, 139-191.
- ⁹ Jappelli, T. y Pagano M. (1994), "Saving, Growth and Liquidity Constraints", *Quarterly Journal of Economics*, 83-109. En este artículo, estos autores muestran que si la reducción de las restricciones de liquidez sólo afecta a los consumidores y no a las empresas, pueden existir repercusiones perjudiciales sobre el crecimiento. En otras palabras, si el sistema financiero está en capacidad de otorgarle crédito eficientemente a las empresas, al mismo tiempo que se lo raciona a los hogares, la acumulación de capital y el crecimiento se pueden ver fortalecidos.